

RAPPORT DE GESTION DU 1^{ER} TRIMESTRE 2012
COMMENTAIRES DE GESTION

L'indice Stoxx 600 a repris 8.5% au 1^{er} trimestre 2012, revenant ainsi quasiment à son niveau d'avant la 2^{ème} crise de l'euro. La combinaison d'un accord sur le sauvetage de la Grèce et la mise en place par la BCE de conditions de financement peu onéreuses pour les banques (LTRO) ont contribué à une détente de la prime de risque des marchés. Dans ce contexte, les secteurs les plus performants ont été ceux liés au secteur financier (assurances : +16%, banques : +12%) ou considérés comme cycliques (auto : +28%, chimie : +16%). A l'opposé les secteurs défensifs ont été les moins bien orientés (Telecom : -1%, Santé : 0% ou pétrolières : +2%).

La saison des publications de résultats 2011 a été positive pour la majorité des sociétés de votre portefeuille. Ainsi des sociétés comme **Christian Dior** ou **Swatch** ont confirmé l'excellente santé du secteur des produits de luxe, que ce soit en Asie ou ailleurs. **Next** ou **Debenhams** ont continué de démontrer que des distributeurs de vêtements bien positionnés font mieux que résister au climat difficile de la consommation au Royaume-Uni. Des sociétés comme **GFK** ou **Edenred** ont vu leur cours de bourse s'apprécier de près de 20% à la suite de la publication de leurs résultats annuels. Comme nous le soulignons en Janvier dernier, nous n'avons que deux sociétés en portefeuille dont les performances économiques ne sont pas en ligne avec nos attentes initiales (**Kesa** et **Entrepose**), mais leur valorisation ne nous semble pas refléter du tout la valeur intrinsèque de leurs actifs.

Les meilleures performances du portefeuille ont été réalisées par des titres qui avaient essentiellement souffert de la psychologie de marché en fin d'année 2011. Et la publication des résultats en ligne ou supérieurs aux attentes a suffi à déclencher une forte hausse : **Renault** (+46% sur 3 mois), **Debenhams** (+38%) ou **Marr** (+30%)...

Le cas de **Debenhams** est particulièrement intéressant : cette société britannique de grands magasins traitait en décembre à un niveau très bas (FCF yield de 15%, P/E 12 de 7x) en raison de craintes quant aux ventes de Noël. La publication d'un CA stable sur la période de Noël et la confirmation de cette tendance en Janvier-Février ont entraîné cette revalorisation de 38% du titre.

L'essentiel du portefeuille s'est bien comporté d'un point de vue boursier et seulement cinq valeurs ont progressé moins rapidement que l'indice Stoxx 600, pour l'essentiel des valeurs défensives comme **Imperial Tobacco**. La seule déception a été **D'leteren**. Bien qu'ayant publié un résultat net 10% supérieur aux attentes, la société a déçu les observateurs en guidant le marché sur un résultat courant en baisse de 25% en 2012. Nous pensons que cette indication sur le résultat 2012 est trop prudente et que ce leader mondial du remplacement de pare-brises (Carglass) est bien mal valorisé avec un P/E de 8x pour 2012.

Compte tenu de notre philosophie d'investissement, la rotation du portefeuille a été très limitée. Nous avons initié une position en **Maurel & Prom** et n'avons enregistré aucune sortie de titres.

- Après le spin-off de son activité nigériane, **Maurel & Prom** est devenue une société d'exploitation pétrolière centrée sur le Gabon et la Colombie. La valorisation de la société ne reflète que son activité au Gabon, alors que la mise en production de la Colombie s'annonce comme très prometteuse.
- Parmi les ajustements au sein du portefeuille, on notera le renforcement de nos positions en **Next** et **Edenred** et un allègement de nos positions en **Bic** et **Renault**.

Nous sommes confiants sur les perspectives à moyen terme des titres constituant votre portefeuille Sextant Europe. Nous avons éliminé l'an dernier les titres qui nous paraissaient trop sensibles à la crise financière (sociétés endettées ou exposées directement aux risques obligataires et les avons remplacés par des profils plus pertinents dans le contexte actuel (**Ahold**, **Whitbread**, **Rexel**, **Maurel & Prom**).

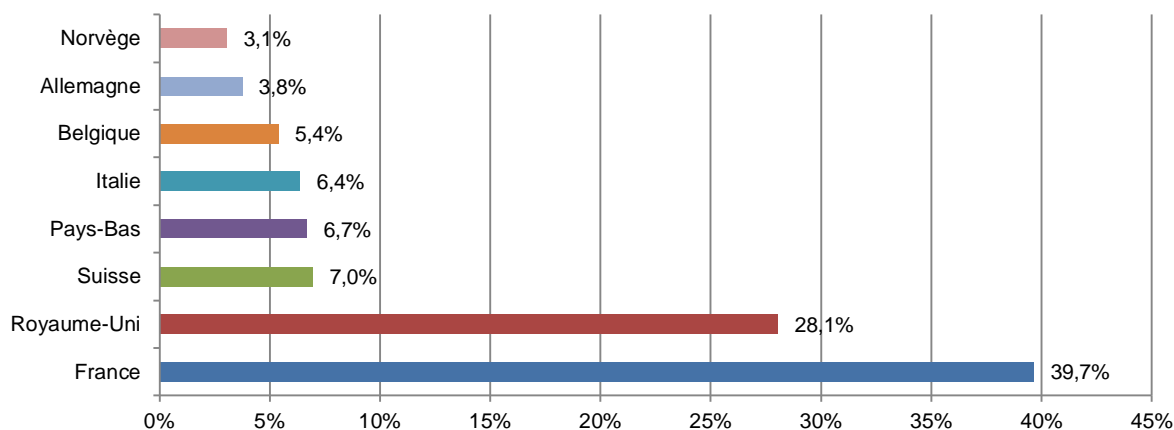
PERFORMANCES

Conformément à la réglementation en vigueur, une performance inférieure à un an ne peut être affichée. Sextant Europe est un fonds action, la durée minimale de placement recommandée est de 5 ans.

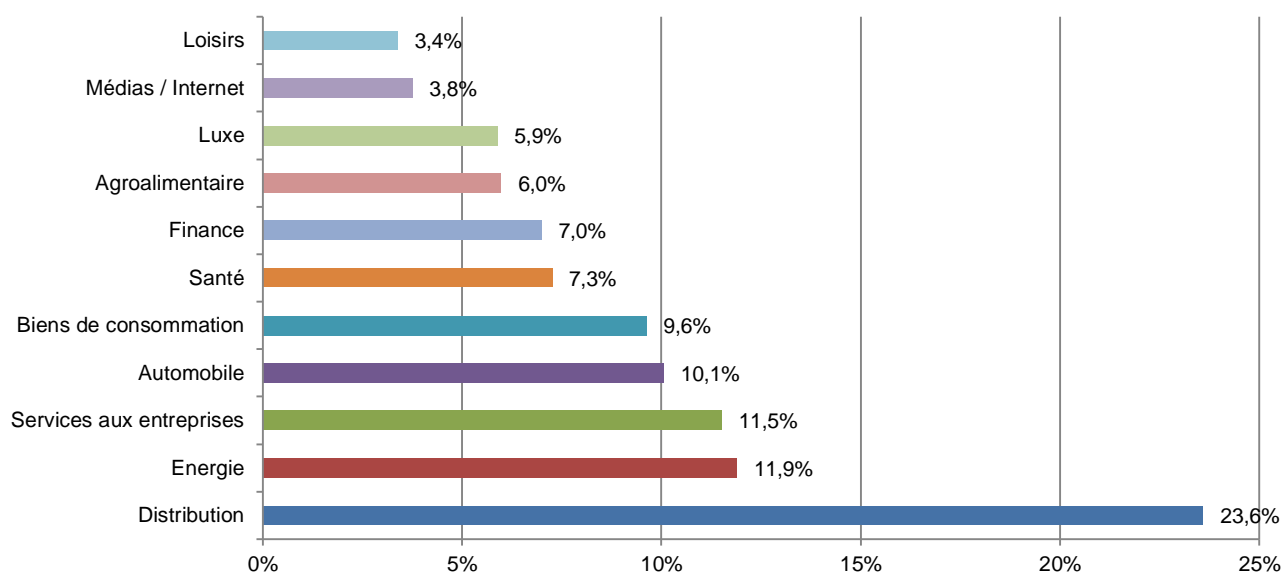
PRINCIPAUX INVESTISSEMENTS

Libellé	Pays	Secteur
Kesa Electricals	Royaume-Uni	Distribution
Debenhams	Royaume-Uni	Distribution
Christian Dior	France	Luxe
Next	Royaume-Uni	Distribution
D'leteren	Belgique	Automobile
Imperial Tobacco	Royaume-Uni	Biens de consommation
Renault	France	Automobile
Stallergènes	France	Santé
Entrepose Contracting	France	Energie
Edenred	France	Services aux entreprises

REPARTITION GEOGRAPHIQUE DE L'ACTIF INVESTI



REPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF INVESTI



REPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION

